



TITLE:

# 日本・米国の資金需給部門(企業・家計・政府)について

AUTHOR(S):

久田, 洋平

---

CITATION:

久田, 洋平. 日本・米国の資金需給部門(企業・家計・政府)について. 岩本ゼミナール機関誌 1999, 4: 41-67

ISSUE DATE:

1999-03-24

URL:

<http://hdl.handle.net/2433/56876>

RIGHT:

# 日本・米国の資金需給部門(企業・家計・政府)について

久田 洋平

## 目次

### 始めに

#### 日本の資金需給部門について

##### I 各時期の日本経済と資金需給の特徴について

- (1)1950年代後半および60年代(高度成長期)
- (2)1970年代(インフレ進行と低成長期)
- (3)1980年代および90年代入り(対外黒字不均衡の拡大と国際化・円高の進展)

##### II 各部門の資金需給の変遷について

- (1)企業部門
- (2)家計部門
- (3)公共部門

#### 米国の資金需給部門について

##### I .1920年～1930年代(両大戦期)

- (1)企業部門
- (2)家計部門

##### II .1951～65年(戦後第一期)

- (1)企業部門
- (2)家計部門
- (3)政府

##### III .1966～75年(戦後第二期)

- (1)企業部門
- (2)家計部門
- (3)政府

##### IV .1976～80年代(戦後第三期)

- (1)企業部門
- (2)家計部門
- (3)政府

### 最後に

## 始めに

現在、日本の金融システムは既存のシステムから国際的にも通用するシステムへの転換期にある。その中で、資金余剰部門から資金不足部門への資金循環をスムーズになるようにシステムを構築することが必要である。そして、この構築の問題を考えるに当たっての一つの視点として日本の資金需給を構成する部門(企業・家計・政府)の戦後の変遷を振り返り、同時期の米国についての変遷を振り返ってみる。

## 日本の資金需給部門について

### I 各時期の日本経済と資金需給の特徴について

#### (1)1950年代後半および60年代(高度成長期)

日本経済は第二次大戦によって甚大な被害を受け、厳しい物資不足と激しいインフレーションに悩まされた。長年に渡る戦禍による消耗と疲弊、とくに空襲による被害が大きく響き、戦争直後1945~46年当時の経済全体の生産力は戦前基準(1934-36年平均)の20~30%程度にとどまったといわれている。また戦時中の財政赤字のツケが戦後一挙に噴出し、インフレーションが進行した。その後、日本経済は国民の努力とアメリカの経済援助によって復興へのきびしい歩みを始め、1949年のいわゆる「ドッジ・ライン」—超均衡財政と1ドル=360円レート設定—の実施によってインフレを克服し、次の5年間に経済復興に成功し、52~53年頃には戦前水準にほぼ回復した。そして、日本経済は、引続き50年代後半から60年代の高度成長期に入った。1956年から70年までの15年間の実質成長率は年率10%を超えた。このような経済成長をもたらしたのは、「技術革新」を背景に企業、特に大企業の旺盛な設備投資活動にあるが、同時に、対外的には安定したIMF体制の下で輸出が増大し、しかも工業生産に必要な原材料を確保できたこと、国内では豊富良質な労働力が存在したこと、貯蓄率が高く経済成長に必要な資金が確保されたことがあげられる。さらに、企業の借入需要に対して銀行貸出が増大するなど、金融機構が弾力的に働き、金融面から経済成長に貢献したことも、重要な要因である。

#### 高度成長下の循環図式

成長経済下の資金循環バランスの特色として、前述のように、企業部門は巨額の資金不足(投資超過)、家計部門は逆に多額の資金余剰(貯蓄超過)にあり、この両者が銀行を主体とする間接金融によって結ばれている点があげられる。こうした資金循環バランスは次のような図式になる。すなわち、企業の投資資金需要はきわめて旺盛であり、それに応える形で銀行は「信用創造」活動を通して預金通貨を供給する(第1過程)。それが資金循環拡大の始点であった。そして「投資増→所得増→貯蓄増」の所得循環(第2過程)を経て、家計貯蓄の大半が銀行預金の増大(第3過程)となる。銀行はそれを資金源として企業部門への貸出にあてる(第4過程)。この貸出が安定的な定期性預金を見合いとする長期貸出であるとき、企業はそれを当初の銀行信用の返済にあてるならば、短期信用は長期信用に定着化されることになる。そして銀行は再び企業に短期信用を供与することができる(第1過程)。また家計所得—消費の段階において現金需要が増大し、それは日銀貸出の増加によってまかなわれた(第5過程)。こうして、経済成長のテンポが高まるにつれて、銀行貸出と預金の増加率は上昇し、民間の現金需要も増加した。それによってもって銀行の日銀信用依存度は高まり、銀行のオーバーローン現象が激しくなった。これらのプロセスの大筋は、「銀行貸出増→預金通貨増→企業投資(資金不足)→所得形成→家計貯蓄(資金余剰)→預金増・現金増(日銀信用増)」という信用創造ないし投資先行型の図式として整理できる。こうした図式が成り立ったことの背後に

は、(1)「技術革新」に基づく企業の投資意欲が極めて旺盛であったこと、(2)銀行は「信用創造」機能をフルに活用して、企業の強い借入需要に対して弾力的に貸し応じてきたこと、(3)家計の貯蓄率は国際的に高く、それによって形成された巨額の家計貯蓄の大部が銀行の定期性預金に運用されたことが挙げられる。

#### 高度成長下の金融メカニズム（銀行信用と日銀信用）

高度成長経済の下では、企業の強い借入需要に対して銀行貸出は急テンポで増加し、これが資金循環の拡大の始発点となった。では、こうした銀行信用はいかなるプロセスとメカニズムで増加したであろうか。銀行特に都市銀行は、大企業の旺盛な借入需要に対して貸し応じざるをえなかった。銀行の信用創造によって供給された預金通貨は、企業の投資支出にあてられる。預金通貨が企業部門内部で取引決済に用いられるかぎり、決済は小切手の授受によって企業の預金は口座間の資金付替えを通じて行なわれるので、資金は銀行組織に歩留まっている。しかし、企業の預金通貨が個人家計への給与の支払い、租税の支払い、輸入代金の決済に用いられる場合には、資金は企業部門から家計・政府・海外部門にそれぞれに流出する。こうして企業部門の資金不足が増加する一方、家計・政府・海外部門の資金余剰も増加する。その場合、個人預金の増加分については資金は銀行組織に歩留まるが、民間の現金需要、租税支払額および輸入決済額については、銀行組織から資金が純流出することになる。高度成長過程では、銀行組織からこうした資金流出が増大すると、銀行の貸出－預金バランスがくずれて貸出超過（オーバー・ローン）の状態、すなわち流動性ポジションは常にマイナスの状態になる。銀行はこうした現金準備の不足を短期金融市場（コール市場）からの短資の取入れや日銀信用によって調達しなければならなかった。そして銀行貸出の伸びが大きく、景気拡大のテンポが高いほど、民間部門の現金需要、租税・輸入代金の決済によって銀行の現金準備の不足額は増大した。そのため金融市場の逼迫度は強まり、日銀信用も大幅に増大したのである。銀行のオーバー・ローンとは、こうした銀行の過度の日銀借入依存状態をさすが、これは銀行信用の拡大経済の高度成長のいわば事後的バランスとして生じたものである。そして、前述のように、銀行信用の伸びが大きく、景気拡大のテンポが高いほど、仮に家計貯蓄率が高い状態であっても一定のタイムラグを経て現金需要額が増大し、銀行の準備ポジションは悪化する、つまりオーバー・ローンの程度は著しくなる、という関係がみられた。いずれにしても、オーバー・ローンは高度成長に必要な資金が日銀信用によって賄われた事を意味するものである。

#### (2)1970年代(インフレ進行と低成長期)

70年代に入る前の68年ころから、日本経済は景気拡大過程において経常収支の黒字を続けた。これは、長年の設備投資によって日本経済の対外競争力が著しく強まったことによるものである。そして、日本経済はやがてドル不安の激動の波にもまれ、従来の高度成長の軌道を大きく修正することになった。

75年に物価の騰勢がおさまるにつれて、公定歩合は段階的に引き下げられ、引締めは徐々に解除された。78年3月には公定歩合は年利3.5%になった。しかし、石油問題の経済各分野への影響は大きく、76~77年には輸出と財政支出が増加したが、個人消費と設備投資は萎縮し、景気回復の足取りは極めて緩やかであった。こうした景気の足踏みから税収が伸び悩んだ半面、景気振興のために財政支出の拡大がはかられた。その結果、財政赤字が増大し国債発行額は増加した。こうして70年代後半の日本経済は低成長期に移行した。低成長と国債大量発行は、いわばその双生児である。

#### (3)1980年代および90年代入り(対外黒字不均衡の拡大と国際化・円高の進展)

83年春ころからの景気回復は、主に米国向けの輸出の急増によって生じた。物価は安

定、経常収支の黒字は拡大し、わが国経済のファンダメンタルズは好転した。この間、政府は財政再建を通じて国債発行額の削減に努めた。そのため経常収支と財政のバランスはきわめて良好な状態になった。一方、米国経済では景気は上昇したが、財政と経常収支の「双子の赤字」は拡大した。レーガン政権は高金利政策を採ったので、日米金利差は長期金利について5-6%にもなった。この高金利差を求めて対米債券投資を中心に資本の流出は増加した。円相場は当時1ドル=230円台に推移した。これは、米国の巨額な資本流入超過によって支えられ、日米経済のファンダメンタルズを離れたものであった。この「ドル高一円安」相場が続き、それがわが国の輸出好調の一因ともなり、日米インバランスの上では米国の経常赤字拡大がわが国経常黒字の一層の拡大を招く形になった。

#### 安定成長下の循環図式

安定成長経済下の資金循環バランスにおいては、高度成長期と異なり、企業部門の「資金不足」は減少し公共部門のそれは増加したが、これら企業・公共両部門の「資金不足」と家計部門の「資金余剰」とが、主に間接金融によって結ばれている点では高度成長期と共通である。資金循環の始発点としての銀行信用の供与については、前述の銀行対企業貸出の他に銀行の国債引受けが加わるが(第1過程)、対企業貸出の伸び悩みから銀行信用全体の増勢は鈍化した。この銀行信用の供与—その拡大テンポは低下したとはいえ—が資金循環の始発点となり、企業投資・財政支出の増加が所得循環を経て家計貯蓄の増加となる(第2過程)。家計貯蓄の運用面において在来型の銀行定期預金がその大部分を占め(第3過程)、それが銀行の与信面の対企業貸出や国債引受けに見合うことになる。そして民間部門において現金需要が増加すると、日本銀行は国債の買オペを通してその供給にあたることになる(第5過程)。こうして国債は資金循環の全過程に吸収されるが、この間、長短金融市場が徐々に発達し市場取引量が拡大してきた(第3・4過程)。そして、国債の保有層が銀行などの引受シンジケート団からその他機関投資家・企業・家計・非居住者へと拡がるとともに、金利自由化への動きが促されることになった。そこにまた、「信用—流動性」が増減する新しいダイナミックな局面があらわれることになる。

## Ⅱ各部門の資金需給の変遷について

### (1)企業部門

企業部門ではその投資支出は景気局面によりかなりの振幅はあるものの、年々、貯蓄つまり内部留保を上回り、投資超過(資金不足)の状態にある。企業部門はこの資金不足を「広義金融市場」からの資金調達によってカバーしており、事実、前述のように企業部門は70年代後半を除いて広義金融市場において資金の最大の借り手である。この点からみて、企業金融の問題として重要なことは、企業は所要資金をどのような方式・形態で調達するか、余裕資金をどのような資産形態に運用するか、そして企業の資本構成はどのような姿になっているか、という諸点にある。表Ⅰは企業部門の資金調達・運用の構成比の推移をまとめたものである。まず企業の資金源泉としては、企業自らの貯蓄(利益留保と資本減耗引当)の内部調達資金と「広義金融市場」からの外部調達資金があり、後者には金融機関借入金、株式・社債の発行、海外からの借入れなどがある。表Ⅰより金融機関借入金とくに民間金融機関からの借入金が資金調達の最も主要な形態であり、60年代後半から80年代前半までの借入金のウェイトは85%前後(民間金融機関借入金は75%以上)を占めている。証券発行の比率はこの間10%台であるが、70年代後半以降徐々に上昇し、80年代後半にはエクイティ・ファイナンスの盛行を中心に20%台になった。対外借入れには輸入貿易信

用・インパクトローンなどが含まれ、石油危機後には輸入ファイナンスを中心に増加した。しかし 80 年代に入り海外からの資金調達方法としては非居住者の対日証券投資や本邦企業の外貨債発行(おもにワラント債)が増加している。外貨債の発行は表 I より対外借入れでなく証券発行に記録されている。

表 I . 企業部門の資金調達・運用(構成比) (%)

	1956/60	61/65	66/70	71/75	76/80	81/85	86/90	91/92
借入金	72.1	75	85.5	86.3	83	84.5	66.2	80.2
(民間金融)	65.7	68.3	76.7	78.4	71.7	77.3	58.9	55.7
証券発行	22.9	19.1	11.6	10.9	14.2	16.2	22.3	25.7
(事業債)	5	4.6	3.5	4.3	4.7	2.9	3.8	12
(株式)	17.8	14.5	7.8	6.2	7.9	8.2	9.7	2.7
(外貨債)	-	0	0.2	0.3	1.6	5.1	8.9	11
CP	-	-	-	-	-	-	5.8	-5.4
対外借入	5	5.8	2.9	2.8	2.8	-0.6	5.7	-0.5
計	100	100	100	100	100	100	100	100
[年平均: 兆円]	1.9	4.5	7.4	16.8	15.1	24.4	55	32.8
(内借入金)	1.3	3.4	6.3	14.5	12.5	20.6	35.7	26.3
現金・預金・CD	72.8	73.9	78.6	77	67.9	53.9	44	-359.6
信託・債券など	9.8	8.1	7.3	6.7	16.9	14.9	20.8	224.2
対外信用	5.5	5.2	9.4	9.1	9.2	28.6	27.1	339.3
計(その他とも)	100	100	100	100	100	100	100	100
[年平均: 兆円]	0.7	2.2	3.1	7.6	7.9	16.7	34	1.4
現預金の対借入比	35.7	47.2	38.4	40.5	43	43.5	41.8	-18.9
講義流動性の貸借入比	40.5	52.2	41.9	44.1	53.7	55.4	61.6	-7.4
資金不足[年平均: 兆円]	1.1	2	3.5	7.7	5.7	5.5	18.9	29.7

(出所)日本銀行より

次に企業部門の資金運用面の動きについては、企業の流動性、すなわち企業はどれだけの支払能力をもっているか、という問題がある。これは通常、企業の通貨 M2 + CD 保有高、あるいはより広義に、信託や流動的な債券運用残高を加えた「広義流動性」ととらえることができる。表 I において M2 + CD に相当する資産の増加のウェイトは 60 - 70 年代には 70% 台で推移してきたが、80 年代には 50% 台から 40% 台に低下し、とくに 80 年代後半には特定金銭信託・金外信などの信託が 18% に急増した。また、対外証券投資・直接投資などの対外信用は 80 年代を通して 30% 近くに上昇した。これらは、80 年代に入り金融自由化・金融革新の進展につれて企業の金利選好の高まりから高利回り資産への資金シフトが活発化したこと、金融・証券のグローバル化が進んできたことを示すものであろう。また、これら M2 + CD 増加額の借入金増加額に対する比率は、60 年代以来 70~80 年代を通じて 40% 台で推移してきたが、それに信託・投資・債券運用を含めた「広義流動性」の対借入増加比率は 40% 強から 60% に上昇している。これは、前述のように 60~70 年代には銀行預金が企業の資金運用の主要形態であったのに対して、80 年代後半には金融緩和の下で増加した資金調達額の相当額が高利回り資産などに運用され、運用形態が多様化してきたことを示すものである。

#### 企業金融の緩和

このような通貨供給ルートの変化は、企業部門においては企業金融の緩和の動きとしてあらわれた。70 年代後半には、それに先立つ 73~74 年の大インフレーションは鎮静したが、企業の設備投資活動は低調となり景気回復のテンポは遅れた。そのなかで企業は減量経営につとめる一方、財政支出や輸出が増加して企業収益は漸次回復

してきた。そして、企業の銀行借入需要は減退し、したがって銀行貸出の伸びは低下したが、財政支出や輸出代金の企業部門への資金流入が増加した。こうして70年代後半に資金循環勘定における企業部門の「資金不足」減少と公共・海外両部門の「資金不足」増加を背景として、企業の流動性は増加し企業金融は緩和してきた。企業の流動性の形態として、高度成長期には企業は銀行からの借入の便宜を考慮して、流動性のほとんど全額を預金で保有していた。ところが、安定成長期には企業は、その金利意識の高まりとともに高利回りの貸付信託や債券への運用を増加させてきた。また資金調達面では金融機関借入金、他証券市場や海外からの資金の流入もしだいに活発になり、資金調達ルートは多様化してきた。この点について、高度成長期に顕在化した「オーバー・ボロウイング」の状態は、ストック面ではともかくフロー面でみれば、銀行借入依存度の低下など、かなりの改善をみるにいった。こうした状態では、ヒックスのいう貸越部門から自律部門への移行—もちろん漸進的・部分的であるが—を示すものである。

## (2)家計部門

家計部門は貯蓄形成の主体であり、前述の企業部門とは反対に年々、大幅な貯蓄超過(資金余剰)を示し、「広義金融市場」に対して資金の最大の出し手である。したがって、家計部門ではその貯蓄資金がどのような形態に運用されているかという点が重要な問題となる。表Ⅱは家計部門の金融資産増加の項目別構成比をみたものである。現金の保有増加は70年代前半までは全体の5~6%を占めていたが、同後半から80年代には3%台となった。これは、給与の預金振込み、公共料金等の預金抜替決済、クレジットカード等、キャッシュレス取引の普及によるものである。要求払預金も同しく12%から5%台に低下した。民間金融機関定期預金は60~70年代には35%を占めていたが、80年代前半には30%弱に低下し、最近の同後半には規制金利預金からMMCなど自由金利預金への大規模な資金シフトが生じた。郵便貯金は60年代には前半の8%台から後半の12%台に、70年代には16%から23%にそれぞれ上昇したあと、80年代後半には10%に低下した。しかし、90年代初めには30%に著しく高まり、世間の注目を集めた。これら預金間の資金シフトは新金融商品の登場、家計の金利選好の高まりを背景として生じたものであるが、同時に、金融情勢の変化に金利自由化の過渡的現象が重なった面もあろう。なお、趨勢的には、現金・預貯金増加の全体のウェイトも、60-70年代の70%弱から80年代には50%台に低下しているようにみられる。一方、信託は複利型ビッグを中心に、保険は貯蓄性の強い一時払養老保険の好調や変動保険の導入などによって、80年代にはいずれも好伸した。すなわち、信託は70年代の6%台から80年代には8%前後に、保険は14%から20%台、30%台へと大幅に上昇した。投資信託は70年代の伸び悩みから80年代には5-7%台に増加した。証券投資は70年代までは10%台であったが、80年代前半には9%弱に低下、後半には2%弱に低下、91~92年には売り越しにすらなった。このように金融緩和下の80年代後半には家計の債券・株式投資が伸び悩んだ半面、保険・投資信託が好伸した。これは家計の証券投資が直接的なものから機関投資家を通じて間接的なものにシフトしたことを示すものである。家計部門の借入金は、金融資産増加に対して60年代後半から70年代には30%前後に推移してきたが、80年代前半25%に低下したあと、後半37%に上昇、しかし91~92年には20%以下に低下した。80年代後半に借入金が大幅に増加したのは、もちろん金融緩和の影響によるものであり、その内容は住宅ローン・消費者ローンなどのほか証券投資など財テク目的のいわば資産・負債両建的な取引もかなり含まれているもの



とみられる。このように 91～92 年には、80 年代後半にみられた家計の資金運用・調達面の動きに大きな変化が生じた。運用面では株価下落を背景に株式・投信から民間預金・郵便貯金への資金シフトが生じ、調達面では住宅金融・消費者信用など、特に民間金融機関借入金増加額が大幅に減少した

表Ⅱ. 家計部門の資金運用・調達(構成比) (%)

	1956/60	61/65	66/70	71/75	76/80	81/85	86/90	91/92
現金	5.1	5.8	6.7	5.7	3.2	2.5	3.8	0.8
要求払預金	11.5	12.7	12.4	11.2	5.3	3.7	5.5	4.7
民間定期預金	38.6	35.6	36.8	37.8	35.3	29.4	30.9	23.7
(規制金利)	38.6	35.6	36.8	37.8	35.8	29.2	-22.5	54.5
(自由金利)	-	-	-	-	-	0.2	53.4	-30.9
郵便貯金	8.1	8.8	12.6	16.2	23	19.8	10.3	30.5
(小計)	63.2	63.1	68.4	70.9	66.8	55.5	50.4	59.6
信託	3.3	6.3	6.7	6.5	6.4	8.9	7.8	10
保険	13.6	12.7	14.3	12.6	14.9	21.3	32.8	36.8
投資信託	6.6	3.1	0.4	1.7	1.4	5.6	7.3	-1
有価証券	13.2	14.6	10.1	8.3	10.5	8.7	1.6	-5.4
(債券)	3.5	4.8	7.2	7.3	9.3	8.4	0.6	2.3
(株式)	9.7	9.8	2.9	1	1.2	0.3	1	-2.9
計	100	100	100	100	100	100	100	100
[年平均・兆円]	1.5	3.4	7.6	19.7	31.9	40.8	64	54.7
借入金	23.1	24.7	29	31.4	30.3	25.2	36.8	19.4
資金余剰[年平均・兆円]	1	2.1	4.6	11.6	20.4	29.2	33.5	42.3

(出所)日本銀行より

### (3)公共部門

公共部門は「政府」と「公団および地方公共団体」(87 年までは後者も含まれていた)両部門から成るが、その中心はもちろん「政府」部門である。政府の金融活動としては、国債・政府短期証券の発行による財源の調達と、「財政投融资」と呼ばれる融資活動の 2 側面がある。ここでは前者、国内非金融部門→支出活動を営む行政主体一の資金調達・運用の側面に限ることとする。政府の資金調達手段としては国債および政府短期証券である。国債発行については、政府は 1949 年の「ドッジ・ライン」以降、均衡財政主義を堅持してきたが、1965(昭和 40)年度に国債発行に踏み切った。表Ⅲより政府の資金調達額は国債発行の開始の 60 年代後半から増大し、特に国債大量発行を行った 70 年代後半には公共部門全体の資金調達額は企業部門のそれを上回るに至った。一般会計に占める国債発行額の比率、すなわち国債依存度は 77～80 年度には 30%ラインを超えたが、83 年度以降、国債発行減額の努力が実り、91(平成 3)年度当初予算では 7.6%に低下した。もっとも、補正後予算による同比率は 91 年度で 9.5%、92 年度で 13.3%、93 年度で 13.9%と再び上昇している。国債発行額は 66～70 年間の 3 兆円、71～75 年間の 10 兆円から 76～80 年間に 53 兆円、81～85 年間に 67 兆円へと増大したあと、86～90 年間には 31 兆円に収縮した。76 - 90 年間の国債発行累計額は 152 兆円で、同期間の銀行貸出増加累計額 420 兆円の 36%(その内 76～85 年の国債発行額は 120 兆円、貸出増加額 218 兆円の 55%)に達した。92(平成 4)年度末の国債発行残高は 178 兆円、対 GNP 比率は 38%である。政府短期証券としては現在、大蔵省証券(いわゆる都市圏)、外国代替資金証券(為券)、食糧証券(糧券)の 3 種類が発行されている。政府短期証券の発行は市中定率公募方式がとられているが、現状はほとんど全額が日本銀行引受方式によって発行されている。70 年代以降、わが国の国際収支の黒字が増



大し、当局の外国為替市場におけるドル買介入によって外国為替資金証券の発行が増大してきた。すなわち、政府は、外国為替資金特別会計を通じて市場から外貨を買い入れるために必要な資金を調達する目的で、為券を発行する。そして、それが日本銀行によって引き受けられる場合、当局の外貨買介入は外為会計の払超を通して日銀からのハイパワード・マネーの供給となる。公団および地方公共団体の資金調達は、債券(公団債・地方債)の発行と公的金融機関および民間金融機関からの借入金によって行なわれる。国債発行以前の時期では、公社公団発行の政府保証債は準国債として公募地方債・民間債とともに債券市場の骨幹をなしていた。借入金の大部分は公的金融機関からの借入れであり、これは前述の財政投融资の一環として行なわれるものである。以上は政府および公団・地方公共団体の資金調達面をみてきたが、資金運用面の問題としてその主要項目は、政府は資金運用部預託金、公団および地方公共団体は金融機関預金(いわゆる公金預金)である。資金運用部預託金は、各種の社会保険制度を通して各特別会計に累積した資金が郵便貯金とともに資金運用部に預託されたもので、これが財投の資金源の主要部分を形成する。

表Ⅲ. 公共部門の資金調達						(単位 兆円)		
	1956/60	61/65	66/70	71/75	76/80	81/85	86/90	91/95
	0	65	70	5				2
政府	0.3	0.5	4.4	14.6	71.7	72.7	40.5	12.5
短期証券	0.3	0.5	1.2	2.3	9.3	-0.3	11.9	-1.8
(うち為券)	0.2	0	0.4	1.7	6.4	-0.5	8	-1.3
国債	0	0	3	10.4	53.4	67.7	31.1	12.9
地方公共団体・公団	0.9	3.5	7.6	24.1	41.5	44.4	26.5	14
債券	0.4	1.7	4.4	10.7	19.3	15.4	7.7	5.9
借入金	0.5	1.6	3	13.4	22.1	28.8	18.3	7.8
(民間金融)	0	0.3	0.4	1.4	1.8	4.6	0.3	1.1
(公的金融)	0.5	1.3	2.6	12.1	20.3	24.2	18	6.7
合計	1.2	4	12	38.7	113.2	117.1	66.9	26.5
資金不足[年平均]	0	0.4	1.2	4.6	15.6	17.4	3.2	-2.2

(出所)日本銀行より

## 米国の資金需給部門について

### I. 1920年～1930年代(両大戦期)

#### (1) 企業部門

国内的には、戦時国債の償還によって大量の資金が解放されたため、政府による資金需要は相対的に減少した。しかし、中小企業や農業部門には資金需要が潜在していたが、不況によってその発現が抑制されていたうえ、大企業を中心として自己金融的色彩の濃い資本蓄積が行われる傾向が強かったため、資本蓄積のための資金需要は相対的に低迷した。もっとも、非金融企業の資金源に占める株式の比率はこの時期にはかなり増大しており、一見株式の経済的な役割が大きかったことをうかがわせるが、これは個人企業の法人転換にともなう株式発行や合併等の金融的活動にともなう株式保有等を反映しており、必ずしも資本蓄積のための資金調達に用いられたわけではなかった。このような株式は、金融的な動機から活発に取り引きされたため株式流通市場は著しく拡大したが、この拡大を支えたのが運用先を求めた貯蓄だったのである。次に、海外にはヨーロッパ復興のための膨大な資金需要が潜伏していたが、アメリカの貯蓄がこれに対し資金供給を続けうる条件である安定した国際金融機構は1920年代中期を除いてかならずしも再建されたわけでは

なかった。また、国家の役割は、国内的には増大しつつあったとはいえ、対外的に戦時中の役割に代わる資金分配を行うには至らなかった。このような資金需給関係によってこの時期には金利は後にみるように低下する傾向を示したが、相対的な低金利にもかかわらず資本市場が資本蓄積を促進する十分な役割を果たさなかった点については説明が必要である。この時期の資本蓄積機構を、第一次大戦期のそれと比較してみると、最低限つぎの3点を指摘する事ができる。まず、この時期にはアメリカの資本蓄積は主として国内需要に依存しており、国内の住宅建設や自動車産業が需要の一巡とともに早くも20年代中期には停滞する傾向をみせていたことである。このため、需要の一巡後は、政府による追加需要の創出が行われぬまま資本蓄積は需要面からの制約に直面せざるをえなかった。つぎに、このような好況部門に属する一部の大企業は著しく自己金融的な資本蓄積を行っていたが、このような企業は市場が拡大した場合でも内部資金によって資金調達を行うことができたため、外部資金の資本コストにあまり影響を受けなかった。しかも、このような企業の市場はすでにみたように、20年代中期には停滞する徴候をみせており、生産的な目的での資金調達の必要は必ずしも大きくなかった。最後に、新たな株式発行を必要とする新興企業は、大部分が不況部門に属しており、20年代の繁栄の恩恵を十分に受けなかった。このため、このような企業にとっては新たな資金調達を実施することは困難であったばかりでなく、配当を維持するために内部留保を減少させていたのが実態であった。つまり、この時期の資本蓄積は主として需要面からその限界を画されており、資本コストによって資本蓄積が影響される関係は、大企業の場合には豊富な内部資金によって中小企業の場合には資金需要自体の低水準によって表面化しにくかった。このため、資本コストの低位と株式流通市場の拡大という株式発行市場を支える二つの条件が整っていたにもかかわらず、企業による産業資金の調達は実体面の制約によって停滞する傾向をみせるようになり、それに代わって非生産的な発行が増大したと考えられる。このことは後にみるように、資本コストが企業の資本蓄積の条件となるためには、財政金融政策の展開による恒常的な需要創出が前提条件であることを示唆している。このような点からみて、この時期には国内金融市場の低金利は、資本蓄積を促進する条件であるよりむしろ金融市場における金融的な取引の膨張や海外流出を増大させる条件ともなった。これは基本的には、1920年代における資本蓄積はその中心部においては耐久消費財部門を中心とする新たな展開を示していたとはいえ、国内の農業や中小企業および海外等の周辺部には不安定要因を内包していたことに根拠があった。このため金融機構の一部が破綻すれば、結局のところ内外における市場の拡大を制約し、資本蓄積機構自体の分断と縮小を招くことになりかねなかった。そして、この具体的なきっかけとなったのが、家計貯蓄の流入によって加速された株式市場におけるブームの膨張と破綻である。このことは、一方ではこの時期の経済過程が戦時中と異なって資金の安定した需給関係を確立できなかった過渡期であったことを示しているとともに、他方では家計貯蓄の運動がこの時期の金融を大きく左右する要因となっていたことを示唆している。

## (2)家計部門

両大戦間期における家計貯蓄の形成過程の発端は第一次大戦にあり現代資本主義の形成と対応していた。この結果、第一次大戦後に残された貯蓄は20年代に拡大再生産された

が、安定した資金需給構造が形成されなかった。

### 第一次大戦

第一次大戦はさまざまな諸結果をもたらしたが、その金融面での最大の功績は、国内に大量の貯蓄を残したことであった。そして、その核心は、戦時動員にともなう労働力需給の逼迫とそのもとでの生産拡張のために採用された財政金融政策であり、このことは現代資本主義の資本蓄積機構の早期的な実験が行われたことを示していた。

### 家計貯蓄の形成

第一次大戦はその総力戦としての性格により各国に社会的生産過程の組織化を要請したが、アメリカも例外ではなく国家による生産の組織化が行われた。このため、生産拡張および戦時動員により労働力需給が逼迫したことを背景として労働者の政治的および経済的諸権利は一時的に強化された。所得分配については、大戦中に高所得層の所得分配にしめるシェアが低下したことが指摘されている。消費性向の高い低所得層を中心として増加した所得は、戦争にともなう消費制限によりその消費への支出を制限された。この結果、貯蓄形成は急速に進んだ。個人純貯蓄は、すでに国民純貯蓄の最大の構成部分を占めていたが、とりわけ 1917 年から 19 年にはその金額は著しく増大し 100 億ドル台に達している。また、貯蓄率でみても、14 年から 19 年には貯蓄率が上昇している。このことは、低所得層も含む家計部門全体でこの時期に大衆的な貯蓄形成が行われたことを示している。

### 家計貯蓄の運用

家計貯蓄は主として戦費調達のために発行された戦時国債に運用された。戦時国債が発行された 1917 年から 19 年を含む時期には、非農家家計貯蓄に占める国債の比率は増大しており、とりわけ 18 年から 21 年には貯蓄の 3 割以上が国債に投じられている。このことは、労働力需給の逼迫を基礎として形成された家計貯蓄が、政府部門に大規模に動員されたことを示している。ところで、第一次大戦は家計貯蓄を利用した資本蓄積機構の形成の端緒でもあった。第一次大戦はアメリカの中立期においても海外からの大量の軍需をもたらした需要面から企業の資本蓄積を加速したが、アメリカの参戦とともに、政府は、戦時増税、国債発行および信用拡張に基づいた膨大な財政支出が可能となり、対外借款の供与、軍需品発注および融資や補助金等により大量の需要を創出した。このため、企業は需要面から資本蓄積を著しく促進されたが、生産の拡張が急であったため、供給面の制約が生じ生産手段および労働力の両面において不足や価格上昇が発生した。政府は、これに対して様々な統制やインフレによって対応し供給面の制約を解除するほかなかったが、この一環としてすでにみた労働者の諸権利の政府機関による公認等も行われた。この戦時における政府の活動によって、この時期には政府が家計貯蓄を動員して経済過程へ介入を行い、需要面から資本蓄積を加速しつつ供給面の制約に対応する体制が事実上形成された。このことは、現代資本主義の形成という点からみると、財政金融政策の早生的な実験が行われたことを意味しているとともに、家計貯蓄の形成がこのことの前提であったことを示している。このようにして形成された貯蓄は、第一次大戦後若干の整理を受けたとはいえ、基本的にはその遺産として温存され、1920 年代の経済を大きく左右する要因となる。

## 第一次大戦後

第一次大戦の終了とともにアメリカの経済過程においても平時への復帰が行われ、大量の家計貯蓄を残したまま国家の役割は縮小した。しかし、家計貯蓄の形成は1920年代にも持続したのに対し、国家の役割が縮小した資本蓄積機構は安定した資金需給関係を確立することができず、世界経済は大恐慌に突入していくことになる。

## 家計貯蓄の形成

この時期には、第一次大戦中に進行した労働者の政治的地位の改善は戦時労使関係の再編成によって個別企業における企業内厚生へと変質するが、その経済的地位は、20年代の繁栄に加えて移民の実質的禁止、農産物価格の下落等の要因によりむしろ向上した。このため家計所得は増大したが、その所得分配は不平等化を進め、高所得層の所得が相対的に増大した。たとえば、基礎所得に占める上位5%層の比率は、1920年から29年までの間に約4%増大し、26.09%に達したが、これはこの層が保有する証券に関連する配当、金利および売却益が増大したためであった。そして、この層は低所得層と比較して消費性向が低いことが、この時期の活発な貯蓄形成の一因となった。また、国民純貯蓄の部門別構成では、家計部門がこの時期の貯蓄形成最大の構成部分を占めており、その主体であった。

## 家計貯蓄の運用

貯蓄は、戦時国債の償還が進むと共に直接または間接にその他の証券投資に向かうようになった。家計による国債純取得額は、1920年以降売却に点じ29年までに約104億ドルが売却された。このため、22年から25年までの間には建築および耐久消費財の形態での純貯蓄が増大したが、26年以降には株式、その他債券および抵当証券への投資が急増しており、高所得層を中心として収益性を求めた資金運用が行われたことをうかがわせる。また、この時期には低所得層の資金も、金融仲介機関を経て間接的に証券市場へ向かう傾向も見られるようになる。家計金融資産に占める金融仲介機関のシェアは12年の13.4%から33年の23.7%まで急増しており、30年代以降本格化するいわゆる貯蓄の機関化が緒についたことを示している。このため、家計による直接証券投資額を上回る家計貯蓄が金融仲介機関を経て証券市場に向かったと考えられる。

## Ⅱ.1951～65年（戦後第一期）

第二次大戦の特徴は第一次大戦でも見られた国家の経済への介入が、ニューディール期に起源をもつ諸制度の整備を前提として一段と本格化と体系化を進めたことであった。

### (1)企業部門

#### 企業部門の資本蓄積

この時期の資本蓄積は、軍需にともなう生産拡張によって表面化した労働力および生産手段の供給面からの制約を統制やインフレーションによって解除しつつ行われた点では第一次大戦と共通した面をもっていたが、つぎのような直接的な国家介入がより強化された。第一に、軍需関連部門では、その設備投資の大部分が政府関係施設の新設として財政資金によって行われた。このため、企業は、設備投資に要する資金を大幅に節約すること

ができた。第二に、生産拡張のための財政資金による融資も大規模に行われた。この時期には、復興金融公社の子会社として国防施設公社が設立され、広範な分野へ融資を行った。第三に、税制面では、民間軍需関連施設にも特別課税控除が認められて、生産拡張的なバイアスを及ぼした。このため、企業部門の生産力編成は著しく軍需生産の拡張に向かった。このことは、国家の財政資金が企業部門に直接分配される傾向を強めるようになったことを意味していた。このため企業部門は巨額の利潤を企業内部に蓄積することによって自己金融傾向を一段と強めた。

### 企業部門の資金運用

設備投資および資本支出の比率は 39 年の 36% から 43 年の 13% まで低下しており、それに対して国債を中心とした金融資産取得が増大している。

### 第二次大戦後の企業部門の資本蓄積

賃金水準の下方硬直的な上にもなう賃金コストの上昇分を国内における強力な寡占体制と財政金融政策を条件として価格に転嫁することによって一定の利潤を確保しつつ資本蓄積を行った。しかも、資本蓄積は次の様なその持続的拡張の条件が与えられていた。それは、第一に、第二次大戦によって諸外国の競争力が低下していたため、アメリカ企業は基幹産業において寡占的な市場支配力をもちえたこと、第二に、政府による軍需および対外資本支出が膨大な需要をもたらしたこと、および第三に、第一の条件と関連するが、アメリカ国内市場への外国企業による参入が困難であったことであった。さらに、このような論点に加えて、アメリカの軍事的政治的支配力によって資源供給に制約が生じにくかったこと、軍事動員の解除により労働力供給に余裕があったことも指摘できる。そして最後に豊富な貯蓄形成を背景とした金融市場の低金利は、企業の外部資金コストを低下させることによって、この時期の資本蓄積を金融面から促進させたのである。そこで、最後の点に着目してみると、このような条件のもとでの資本蓄積は、一方では企業に高収益をもたらしたが、他方では現実資本の整理を不徹底化する傾向を併せもっていたため、この時期の資本蓄積は企業金融という点からみると、きわめて自己金融的な資本蓄積となった。企業の総資本利益率は 50 年代に上昇に転じ、50 年代末以降には持続的に上昇を続けた。つぎに、このような商取益にもかかわらず現実資本の蓄積は停滞する傾向があったため、企業は巨額の内部留保と減価償却引当金を蓄積した。企業の内部資金はほぼ資本支出の大部分をカバーしており、とりわけ 58 年以降にはこの傾向が著しい。また、企業の資金調達に占める内部資金の比率も平均すると 7 割前後となっている。ところで内部資金の比率が高かったことは、企業がこの時期における低金利環境を十分に利用することができ、低いコストで資金調達を行うための条件であった。企業財務についての研究によれば、企業の投資は一般に限界投資収益率と調達する資金コストが等しくなる点まで拡張される。このうち限界投資収益率は測定に困難がともなうが、資本コストは金利がその主内容となっているため、具体的には法人税が導入された場合には、株式と比較してコストが低い社債によって決定されることになる。このような関係を前提すれば、社債による資金調達が可能である企業ほどこの時期の低金利環境を利用できたことになる。しかし、当時社債の発行のためには、企業の高い信用力が必要であり、企業の信用力は、資本構成、負債支払能

力、収益力および配当状況等の諸要因によって厳しく評価されていた。このため当時の企業は、社債による資金調達力を維持するためにも、常に資本構成等の財務状況を高水準に維持する必要がある、株式発行を基本的な資金調達方法と考えていたのに対し、社債はいわば限界的かつ一時的な資金調達方法とみなされる傾向が強かった。そして、このような観点からみると、内部資金に分類される内部留保等は株式に帰属する未分配利益であったのに対し、社債は単なる負債にすぎなかったのであって、すでにみた内部資金と外部資金の区別自体がこの点を不明確にする分類でさえあった。このため当時の企業金融においては、株式による資金調達は一時的に発行した社債の返済資金の調達であるとともに、次の社債発行を可能にする条件の整備でもあった。そして企業は、このような方法を繰り返すことによってコストの低い外部資金を金融逼迫時に大量に利用することができた。そしてこのことは、企業が金融逼迫時の資金需要をあまり考慮することなく内部資金の大部分を資本蓄積に用いることができたことを意味していた。つまり、金融市場におけるコストの安い資金の存在は、当時の企業にとっては、内部資金を最大限利用した資本蓄積の不可欠の条件であったといえよう。もっとも、企業によるこのような資金調達行動は、一定の条件の下でのみ可能であった。この条件とは、一方で株価が上昇し新規発行が可能な条件が存在すると共に、株式による資金調達が繰り返されても企業の限界投資収益率は絶えず一定水準に維持されており、少なくとも社債による資金調達コストを超えないことである。

表Ⅳ. 企業の資金調達および運用構成の推移 (単位: 億ドル)

	調 達					運 用				
	合計額	内部	外部	内部	外部	合計額	資本支出	金融資産	資本支出	金融資産
1946年	18.7	8.1	10.6	43.3%	56.7%	16.8	18.1	-1.3	107.7%	-7.7%
1947年	27	12.9	14.1	47.8%	52.2%	25.6	17.3	8.3	67.6%	32.4%
1948年	28.9	19.1	9.8	66.1%	33.9%	25.3	20.3	5	80.2%	19.8%
1949年	19.9	19.5	0.4	98.0%	2.0%	18.3	14.8	3.5	80.9%	19.1%
1950年	42.1	18	24.1	42.8%	57.2%	40.4	24	16.4	59.4%	40.6%
1951年	36.4	20.2	16.2	55.5%	44.5%	37.6	30.2	7.4	80.3%	19.7%
1952年	29.9	21.9	8	73.2%	26.8%	29.2	24.6	4.6	84.2%	15.8%
1953年	27.8	21.7	6.1	78.1%	21.9%	28	25.7	2.3	91.8%	8.2%
1954年	29.6	23.9	5.7	80.7%	19.3%	27.8	22.9	4.9	82.4%	17.6%
1955年	52.7	29.5	23.2	56.0%	44.0%	49.1	32.6	16.5	66.4%	33.6%
1956年	44.9	29.5	15.4	65.7%	34.3%	40.8	36.8	4	90.2%	9.8%
1957年	43.4	31.5	11.9	72.6%	27.4%	39.1	34.9	4.2	89.3%	10.7%
1958年	41.9	30.3	11.6	72.3%	27.7%	38.5	27.7	10.8	71.9%	28.1%
1959年	56.3	36	20.3	63.9%	36.1%	51.2	37	14.2	72.3%	27.7%
1960年	48.6	35.4	13.2	72.8%	27.2%	41.4	37.5	3.9	90.6%	9.4%
1961年	56.3	36.5	19.8	64.8%	35.2%	51	36.7	14.3	72.0%	28.0%
1962年	60.1	42.8	17.3	71.2%	28.8%	55.5	43.2	12.3	77.8%	22.2%
1963年	68.4	46.5	21.9	68.0%	32.0%	60.4	44.7	15.7	74.0%	26.0%
1964年	73.9	51.8	22.1	70.1%	29.9%	64.9	50.1	14.8	77.2%	22.8%
1965年	91.8	58.5	33.3	63.7%	36.3%	82.7	61	21.7	73.8%	26.2%

(出所)F.F.A.

## 第二次大戦後の企業部門の資金運用

それは主として資本支出に用いられており、資本蓄積を促進した。企業の資金使途の7～9割が資本支出に向けられており、金融資産投資は金融逼迫期に増大しているに過ぎない。このうち、資本支出は設備投資や建物および在庫投資を主内容としており現実資本の蓄積に用いられたのに対し、金融資産投資は、財務省証券や譲渡性預金証書への資金の短



期運用を含んでおり資産管理の一環として行われたが、この段階ではあくまで遊休貨幣が「現金並の安全性」を求めて運用されていたに過ぎなかった。このような点からみて、この時期の企業部門の資本蓄積は主として豊富な内部資金によって行われたが、その景気循環過程における変動部分の金融においては豊富な外部資金の存在は企業の資本蓄積に不可欠な役割を果たしていた。このことは、20年代と異なって資本市場に動員された家計貯蓄が安定した資本蓄積機構の構成部分として組み込まれたことを示している。

## (2)家計部門

戦後第一期の資本、蓄積機構のもとで労働者の体制内化が達成されたことを背景として、第二次大戦を契機として形成された家計貯蓄が拡大再生産された。このため、戦後第一期における資本蓄積機構のもとでの貯蓄が大きな役割を果たし、およびこのことの金融面での帰結が低金利のもとでの株価上昇であった。そして、このような低金利と株価上昇がこの時期の資本蓄積を促進する金融面での条件であった。

## 第二次大戦

第二次大戦は、第一次大戦と比較するとその規模という点で格段の違いがあったが、その役割も異なっていた。第二次大戦は、一方では第一次大戦と同様に大規模な経済過程の拡大を伴ったが、他方では第一次大戦と異なりすでにニューディール期に起源を持つ諸制度を経済の内部に拡大しつつ定着させる役割を果たした。この結果、第二次大戦によって強化された労働者の諸権利や政府による経済への介入機構は、第二次大戦後にも制度的に温存され、未曾有の規模での資本蓄積の制度的枠組みを形成した。ところで、このような第二次大戦の意義は、貯蓄形成という面でも同様に確認しうる。

## 家計貯蓄の形成

実質賃金の上昇と労働側の交渉力の増大は、家計所得を上昇させると共にその分配も平等化した。家計所得の上昇は、週間実質賃金の上昇および家計当りの労働者数が増加した結果であるが、この過程で同時に中所得層の比率が増大した。例えば、1953年価格で税引き後所得が4,000ドルから7,500ドルと定義される中所得層の家計数に占める比率は、29年から53年までの間に15%から35%まで増大した。この要因としては、完全雇用、産業の発達、賃金所得の増大、税制および労働組合の発達等の諸要因が指摘されている。このような諸要因のうち前三者は第二次大戦によって加速された変化であるのに対し、税制および労働組合の発達はいずれもニューディール期に起源をもつ制度面の変化であり、不可逆的な変化であった。この変化は、戦時統制が実施されたことを一因として貯蓄形成を増加させる方向に作用した。第二次大戦にともなう戦時統制は、燃料や食料から自動車、タイヤにまで及んだため、消費支出は厳しい制限を受け、膨大な貯蓄を形成した。

## 家計貯蓄の運用

この時期の特徴は国債の地位が低下するにともなう、非銀行金融仲介機関の重要性が増大したことである。まず家計の金融資産取得状況は、戦後期には国債から株式へのシフトがみられたが、50年代から貯蓄性預金、投資会社株式、生命保険準備金および年金準



備金等の金融仲介機関に関連した貯蓄が増加するようになった。このため 65 年には、投資会社株式は 31 億ドル、生命保険準備金は 47 億ドルおよび年金準備金は 77 億ドルが取得されているのに対し、国債は 46 年以來、株式は 59 年以來売却が続いている。このような家計の金融資産取得行動の結果、家計の金融資産構成における金融仲介機関の比率の増大、換言すれば貯蓄の機関化が進んだ。家計の貯蓄構成は国債、決済性預金および生命保険準備金の地位低下、株式の地位の増加率停滞および定期預金、投資会社株式および年金準備金の地位の上昇が読み取れる。しかも、生命保険準備金の地位が低下したにもかかわらず、投資会社株式、生命保険準備金および年金準備金を合計した非銀行金融仲介機関のシェアは 46 年から 65 年までに 15.2%から 20.2%まで増加しており、相対的にシェアを低下させつつある預金に代わって非銀行金融仲介機関が家計貯蓄の主要な動員機構となりつつあることを示している。そして、後にみるように、非銀行金融仲介機関は株式市場へ資金を運用する傾向を強めたため、家計貯蓄は間接的に株式市場へ動員される結果となった。ところで貯蓄の機関化を進めた要因を探ることは、すでにみたように、同時に大衆的な所得水準の上昇にともなう貯蓄形成が活発化したかを明らかにすることと一部重複する課題である。というのは、この時期における資本蓄積過程は、実質賃金の上昇を通じて大衆的な貯蓄を形成したが、この過程は貯蓄者をめぐる社会的条件の変化や諸制度の整備にともなう非銀行金融仲介機関への貯蓄流入によって促進されたからである。このことは、非銀行金融仲介機関は社会的または制度的変化にともなう貯蓄者のニーズに対応して成長してきたこと、およびこのことを通じて貯蓄率の上昇の一端を担ったことを示している。そこでこのような変化の要因を具体的に指摘しておこう。第一に、大衆的な貯蓄の形成は、零細貯蓄層を増大させた。この層は、1 人当りの貯蓄額が小さいため貯蓄の流動性や安定性、保険原理による確実性および優遇措置等の政府による援助に対する要求が強く、このような性格をもつ資金運用先を選好した。第二に、貯蓄者をめぐる社会的条件も大きく変化した。このような要因としては、高齢化、産業化と都市化およびインフレーションが指摘されている。まず高齢化は生活水準の向上の結果を示す現象であるが、退職を相対的に早めることとなり、退職後の生活を維持するための貯蓄の必要を増加させた。次ぎに産業化とそれにともなう都市化は、人口移動を増大させるとともに高齢者に対する家族的な支援を弱体化させこのような傾向を促進した。最後にインフレーションの定着は、そのヘッジ手段としての株式投資に対する需要を増大させた。このため、貯蓄のうち株式によって運用される部分が増大したが、株式直接投資を行うほど十分な資金をもたない低中所得層は金融仲介機関を利用した間接投資に向かった。第三に、労働者をめぐる諸制度の整備も貯蓄形成を促進した。まず、社会福祉制度の発展はその一環として労働者による貯蓄形成に対し税制面を始めとする様々の優遇措置を与えた。このため、すでにみた社会的条件の変化に伴う貯蓄形成は企業年金制度に典型的に見られるように強力に促進された。つぎに、金融面での預金者および投資家保護政策も貯蓄形成の条件を整備した。1930 年代に成立した一連の金融制度改革立法は、預金者に対する預金保険や投資家に対する情報開示制度を創立させると共に、FRB による金融・証券市場への信用量の管理権限を強化することによって、零細な貯蓄の流入を支援した。また、この一環として行われた預金金利規制は商業銀行の競争上の立場を相対的に不利にしたため、貯蓄流入は非銀行金融仲介機関に向かう傾向を強める結果となった。つまり、この時期には大衆的な貯蓄形成がな

された結果、貯蓄のうち非銀行金融仲介機関を経て株式市場へ動員される部分が増大した。家計貯蓄は資本蓄積のために必要な資金の供給源として重要な役割を果たすことになる。

表 V. 家計の金融資産構成の推移 (単位: %)

	決済 性預 金	定期 預金	国債	地方 債	社 債・ 外債	モー ゲー ジ	株式	生命保 険準備 金	年金 積立 金	投資 会社	その 他	計
1946年	15.8	14.9	17.5	1.7	2.2	3.6	27	11.5	3.4	0.3	2.1	100
1947年	15.1	15.5	17.5	1.8	2	3.9	25.8	12	3.9	0.4	2.1	100
1948年	14.2	15.8	17.3	2	1.9	4.1	25.1	12.6	4.5	0.4	2.1	100
1949年	13.1	15.7	16.7	2.1	1.8	4.1	25.9	12.7	4.9	0.7	2.3	100
1950年	12.6	15.1	15.3	2.1	1.1	3.9	29.2	12.4	5.4	0.8	2.1	100
1951年	12.4	14.8	13.9	2	1.3	3.8	31.4	11.9	5.7	0.7	2.1	100
1952年	12	15.3	13	2.2	1.2	3.7	31.9	11.6	6.3	0.8	2	100
1953年	11.9	16.5	12.8	2.5	1.1	3.8	29.6	11.9	7	0.8	2.1	100
1954年	10.4	15.5	10.7	2.5	0.9	3.4	36.5	10.6	6.8	1	1.7	100
1955年	9.3	15	9.8	2.7	0.8	3.2	39.3	9.8	7.1	1.1	1.9	100
1956年	9	15.3	9.4	2.9	0.9	3.2	39.3	9.6	7.5	1.2	1.7	100
1957年	9	17.2	9.7	3.1	1.1	3.5	34.9	10.2	8.5	1.2	1.6	100
1958年	7.8	16.1	7.8	2.7	1	3.3	41	8.9	8.3	1.5	1.6	100
1959年	7.6	16.2	7.9	2.9	1	3.2	40.8	8.7	8.7	1.7	1.3	100
1960年	7.5	17	7.6	3.2	1	3.4	38.9	8.8	9.3	1.8	1.5	100
1961年	6.4	16.4	6.7	2.9	0.9	3.3	42.8	7.9	9.3	2	1.4	100
1962年	6.5	19.2	7	2.8	0.9	3.6	38.1	8.5	10	1.9	1.5	100
1963年	5.8	19.3	6.7	2.6	0.8	3.3	40	7.9	10.1	2.1	1.4	100
1964年	5.7	19.7	6.4	2.6	0.7	3.1	40.2	7.6	10.4	2.2	1.4	100
1965年	5.7	19.8	5.9	2.5	0.7	2.9	41	7.2	10.6	2.4	1.3	100

(出所) E.R.P.

### (3)政府

第二次大戦下において大衆課税化した個人所得税を中心として税収が増大を続けた。このため、たとえば 55 年には財政収入の対 GNP 比は 18.2%と戦時中からあまり低下しなかった上に、財政支出のその値をも上回っていた。この結果、連邦財政収支は黒字と赤字が交互に現われるようになり、ほぼ健全財政が維持された。戦時国債の償還が少なくとも相対的には進行した根拠は、このような財政収支構造に求めることができよう。もっとも、この時期の財政政策の運用においてはむしろ均衡財政主義からの脱却が進んだことが重要である。トルーマンおよびアイゼンハワー時代に定着したいわゆるケインズ的な財政政策は、財政赤字を容認したうえで経済の安定化を達成するために財政政策を運用するという考え方を採っており、この考え方はケネディ時代にも基本的には受け継がれた。このため、例えば 57 年~58 年には不況対策としての財政赤字が積極的に容認されたし、ケネディ政権下では減税による財政赤字政策が採用された。このことは、この時期の財政政策が完全雇用という現代資本主義の課題を実現するための政策手段として運用されたことを示している。このため、この時期の財政政策は企業の資本蓄積を補足する手段として積極的に運用され、企業部門に対する需要を創出した。まず国内では、家計から調達された税収や国債によって調達された貯蓄は、戦争が継続したため軍事支出を中心として支出された。50 年代末から 62 年にかけて財・サービス購入の 8 割を占めた巨額の軍事支出はその直接的な効果に加えて広範な産業連関効果を有していたとされており、経済を安定化させる要因となった。また、ニューディール期以降創設された農業や中小企業に対する所得移転機構および労働者に対する福祉制度も国内需要を安定化させた要因であった。次に、財政支出は海外にも流出し、アメリカの企業に対する需要を創出した。この時期には、民

間資本輸出はヨーロッパの混乱や発展途上国のナショナリズムの高揚により停滞したが、この限界を拡張し世界経済を再建する役割を果たしたのがアメリカの政府資本輸出であった。政府資本輸出の内容は、経済援助、軍事援助および各種の借款供与等であるが、なかでも軍事援助は徐々に増大し、53年には援助の67%が軍事援助であった。このような政府資本支出は、ヨーロッパへの重化学工業製品輸出を中心としたアメリカの輸出代金の決済に用いられることによってアメリカの企業に対する需要を拡大する役割を果たした。このように、政府は主として家計から税収や貯蓄を調達し、国内および海外に軍事関係を中心とした財政支出となった。このため、20年代と異なり海外部門や国内の弱体部門もアメリカ企業部門を基軸とする資本蓄積機構の一構成部分として編成されたのであり、この点にこの時期の資本蓄積機構が政府によって補足されたことの歴史的意義をみることでできよう。そして、政府によるこのような活動が可能であった条件の一つが家計所得の上昇とそれを基礎とした貯蓄形成だったのである。

#### 政府の役割

政府の役割は増大するとともに体系化した。これは第二次大戦の戦費が第一次大戦をはるかに上回る2,900億ドル弱にも達したためであった。政府の軍事支出は41年の67億ドルから44年には897億ドルまで膨張したが、このうち約半分が軍需物資の調達であり、残額が人件費および設備投資等に向けられた。このため第一に、増大する戦費の最大の部分が軍需品の発注によって企業の資本蓄積を需要面から促進する役割を果たした。この内に、41年に成立した武器貸与法による武器貸与輸出にともなう国内向け支出も含まれており、軍事支出は商業ベースでの貿易の限界を拡張する役割も果たした。第二に、軍事支出の約2割は、設備投資等に向けられていたが、この部分はすでにみた企業の設備投資にともなう負担を軽減する役割を果たした。第三に、このような直接の支出に加えて政府による金融活動も重要な役割を果たした。第二次大戦中の設備投資の3分の2は政府によって直接金融されており、これにすでにみた政府機関への出資を加えると、政府の役割はより拡大することになる。つまり、この時期には、政府は内外における直接間接の財政支出によって、資本蓄積を促進する体制を確立したのである。第二次大戦下において政府は企業の需要面、生産手段と労働力の供給面および生産施設の供与や融資等資金面から体系的に資本蓄積を加速する体制を確立した。この体制の確立過程は、一方では大恐慌からアメリカ経済を回復させる過程であるとともに、他方では第二次大戦後における資本蓄積機構の枠組みを示すものであった。そして、このことの金融面での帰結は、このために形成された家計貯蓄が、国内的には膨大な国債保有の形態で、対外的には大量の政府対外債権の形態で戦後に残されたことであった。

### Ⅲ.1966~75年（戦後第二期）

戦後第一期における資本蓄積機構は、労働者の体制内化という現代資本主義の課題を制度化された国家の介入によってある程度達成したが、この時期には国家介入の有効性が低下するとともに経済基調の悪化が表面化し、制度的枠組み自体が動揺から解体に向かうようになる。まず、国家介入の有効性の低下を示す諸指標とこれによって示される問題の核心を見てみると、第一に、インフレーションは徐々に加速し、74年には12.2%という空前の悪性インフレとなった。このため、この時期の消費者物価上昇率は、年平均で戦後第一期を大幅に上回るようになった。第二に、実体経済も低迷する徴候をみせるようになり、産業生産指数の年平均増加率は50年から65年まで6.7%であったのに対し、60年代後半には4.0%、1970年代前半には1.9%に落ち込んだ。また、生産の伸び悩みに伴い戦後第一

期に達成された完全雇用水準の失業率も75年には8.5%まで上昇した。このため年平均でも、この時期の失業率は戦後第一期より上昇した。第二に、経済基調の悪化は経済成長率も低下させた。実質経済成長率は年平均で見ると、戦後第一期を上回ったが、70年には58年以来のマイナスに転じており、それ以降低い成長率が記録されるようになる。最後に、経済基調の変化は対外的には国際収支を悪化させた。アメリカの国際収支は60年代から徐々に悪化していたが、71年に貿易収支が赤字に転落したことをきっかけとして、70年代初頭には準備ポジションを示す総合収支赤字が急増するようになる。つまり、国内実体経済の低迷は、国内的にはインフレの悪化と実質経済成長率の低下をもたらすとともに、対外的には国際競争力の低下を通じて国際収支を悪化させたのであり、問題の核心は実体経済の担い手である企業部門の資本蓄積にあった。

## (1) 企業部門

### 企業部門の資本蓄積

この時期には企業部門の資本蓄積の条件は戦後第一期のそれとはかなり異なっており、資本蓄積にとっての制約が増大しつつあった。この時期には、すでにみた諸条件のうち金融面以外の条件は次の様に変貌した。第一に、企業の価格転嫁の条件である企業の寡占的な市場支配力は低下するようになった。この時期には、耐久消費財を中心とする基幹産業の成長率は低下する傾向をみせるようになったが、これに代わって発達した新興部門でも技術革新が一巡したため産業部門全体としては労働生産性の上昇は鈍化する傾向を示した。このため、企業の国際競争力は相対的に低下するとともに国内市場においても寡占的な市場支配力は低下するようになった。第二に、これに対応して諸外国の企業の競争力が増大し、国内市場に参入するようになった。第三に、価格転嫁のもう一つの条件であった財政金融政策の効果も相対的に低下するようになった。この時期には、財政金融政策のうち金融政策はインフレ対策のため引き締め的に運用されざるを得なかったし、財政政策もベトナム戦争後には軍事支出と比較して福祉支出が増大するようになり、軍需を通じる追加需要の創出効果も相対的に低下した。最後に、労働力および生産手段の供給面の制約が表面化し、企業の投入コストの上昇要因となった。まず、労働力の価格である賃金は、失業率の上昇にもかかわらず、労働組合の交渉力の増大にともなう既得権の拡大を一因として下方硬直的な上昇を続けたため、実質時間当たり賃金は72年まで上昇した。また、石油および農産物等の原材料も供給面の制約により価格が上昇するようになった。つまり、企業は投入コストが上昇するなかで価格転嫁の条件である寡占的な市場支配力とマイルドなインフレーションの双方を失うようになり、その資本蓄積は重大な制約をうけるようになった。このような資本蓄積機構の動揺に対し、完全雇用の維持をいわば体制的責務とする連邦政府はさまざまな対策を実施したが、その試行錯誤の結果は経済成長を支えた制度的枠組みの解体であった。この点については、多くの文献があるためここではその要点を述べるにとどめよう。ケネディおよびジョンソン政権の拡張的財政金融政策の後に登場したニクソン政権は、緊縮的財政金融政策に転じた。この政策基調のもとでは財政支出の抑制と金融引き締めが行われたため、実体経済は景気後退に転じたが、インフレーションは抑制されなかったばかりか、むしろ貿易収支赤字の増大とドルの下落が進行した。このためニクソン政権は、ドルの金交換停止と物価統制を含む「新経済政策」を実施せざるをえなか

ったが、この政策は事実上戦後第一期における財政金融政策とIMF体制の有効性の低下を追認する結果となった。しかし、アメリカ経済はその後も拡張的財政金融政策に転じるとともにインフレーションの再燃と貿易収支赤字の増大に見舞われたため、73年3月にはついに変動相場制が採用され、戦後第一期の制度的枠組みは最終的に解体したことが確認された。このことは、戦後第一期に定着した制度化された国家介入によって労働者の体制内化をはかりつつ資本蓄積を促進する体制が、事実上再編の時期に入ったことを示している。そして後にみるように、これ以降の国家介入は一定のルールの下における介入という性格を希薄化させ、国内的な利害調整と対外的な政策協調という肥大した政治的影響力のもとでの一時的な妥協によって左右される傾向を強めるようになる。

表VI. 企業の資金調達および運用構成の推移 (単位: 億ドル)

	調達					運用				
	合計額	内部	外部	内部	外部	合計額	資本支出	金融資産	資本支出	金融資産
1966年	97.6	62.6	35	64.1%	35.9%	91.3	74.7	16.6	81.8%	18.2%
1967年	94.7	63.6	31.1	67.2%	32.8%	88.5	72.2	16.3	81.6%	18.4%
1968年	113.5	65	48.5	57.3%	42.7%	106	75.4	30.6	71.1%	28.9%
1969年	115.5	64.4	51.1	55.8%	44.2%	115.3	83.7	31.6	72.6%	27.4%
1970年	102.3	61.8	40.5	60.4%	39.6%	98.7	80	18.7	81.1%	18.9%
1971年	125.3	73.5	51.8	58.7%	41.3%	122.7	86	36.7	70.1%	29.9%
1972年	151.6	85	66.6	56.1%	43.9%	149.1	99	50.1	66.4%	33.6%
1973年	192.5	91.7	100.8	47.6%	52.4%	191.9	121.5	70.4	63.3%	36.7%
1974年	190.3	85.6	104.7	45.0%	55.0%	190.1	137.9	52.2	72.5%	27.5%
1975年	157	119.7	37.3	76.2%	23.8%	150.9	109.7	41.2	72.7%	27.3%

(出所)E.R.P.

## 企業部門の資金運用

資本支出の減少と金融資産取得の増加が読み取れる。とりわけ、金融資産取得の比率は、73年には約37%にも達しており、調達した資金のかなりの部分が生産性の上昇に直接寄与しない方法で支出された。このことは、この時期の外部資金需要はかならずしも資本蓄積のための資金需要ではなく、悪化する経営を乗り切るための一時的な対策や金融的な資金運用を目的とした資金需要がますます大きな部分を占めるようになっていたことを意味しており、一口に外部資金需要といっても、その資本蓄積に占める意義が変貌したことを示している。

## (2)家計部門

戦後第一期に定着した資本蓄積機構がこの時期に動揺を示すようになり、過渡期にさしかかったことを変化の側面に重点を置いて明らかにする。このため、戦後第一期に形成された資本蓄積機構の動揺、それを基礎とした貯蓄形成の動揺をみてみる。

### 家計貯蓄と運用

家計所得は、この時期には増加率が低迷するようになった。しかしこのような条件の悪化に対し、家計は貯蓄形成の活発化、貯蓄の運用の効率化および借入れによる実物資産の取得によるインフレ・ヘッジ等の対応を行った。ここで、民間貯蓄に占める家計貯蓄の比率はこの時期に増加する傾向を示している。このことは民間貯蓄が相対的に減少した主因は家計以外の貯蓄の減少であり、家計は条件の悪化にもかかわらず貯蓄形成を続けたこと

を示唆している。次ぎに、家計は資金運用の効率化を追求したため、貯蓄の構成は多様化した。家計による金融資産の取得状況を見ておくと、家計は株式および要求払い預金の取得を減少させたのに対し、証券、投資会社株式、年金基金準備金および貯蓄性預金の取得を増加させている。このうち貯蓄性預金の大部分は、70年代初頭までは利回りの有利な貯蓄金融機関の預金であったとされている。また、66年、69年および74年には、証券市場の金利が高騰したためいわゆるディスインターメディエーションが発生し証券の取得が増大していることも、家計による貯蓄運用の効率化の動きを示している。このような金融資産取得の結果、家計の金融資産構成は戦後第一期から大きく変化し、貯蓄の機関化のトレンドは一時中断された。この時期には定期性預金を中心とした預金および社債・外債等の証券のシェアが増大したのに対し、株式のその値が減少したが、投資会社株式、年金積立金および生命保険準備金の合計はほぼ停滞している。このことは、家計貯蓄のうち直接および間接に株式市場に流入する資金が相対的に減少したことを意味していた。このように貯蓄の機関化が中断した背景には、すでにみたその促進要因の変化が指摘しうる。この時期には、戦後第一期における貯蓄形成の最大の経済的要因である大衆的な貯蓄者層の形成自体が家計所得の低迷、家計金融資産の目減りおよび実質利回り低下等の諸要因によって抑制された。家計による貯蓄の運用が積極化したことは、このような条件の悪化に対する対応であったといえよう。

表Ⅷ. 家計の金融資産構成の推移 (単位: %)

	決済性 預金	定期 預金	国 債	地方 債	社債・ 外債	モー ゲー ジ	株式	生命保 険準備 金	年金 積立 金	投資 会社	その 他	計
1966年	4.7	15.8	4.4	2.1	0.5	2.3	27.9	5.7	8.5	1.7	26.4	100
1967年	4.6	15.7	3.9	1.7	0.7	2.1	31	5.3	8.6	2	24.4	100
1968年	4.6	15.3	3.7	1.5	0.8	2	33.1	4.9	8.6	2	23.5	100
1969年	4.5	15.8	4.5	1.9	1	2.1	28.9	5.2	9.1	1.9	25.1	100
1970年	4.7	17.1	4.1	1.8	1.4	2.1	27.3	5.2	9.6	1.8	24.9	100
1971年	4.7	17.9	3.3	1.7	1.7	1.8	30.1	5	10.1	1.9	21.8	100
1972年	4.7	18.5	2.9	1.6	1.6	1.7	28.2	4.7	10.7	1.8	23.6	100
1973年	5	20.4	3.3	1.7	1.7	1.7	21.4	4.9	10.8	1.4	27.7	100
1974年	5.2	22.2	3.7	2	1.9	1.8	14.8	5.1	11	1.1	31.2	100
1975年	4.7	21.6	3.7	1.9	1.9	1.7	17	4.7	11.7	1.2	29.9	100

(出所)F.F.A.

### (3)政府

政府は戦後第一期に定着した役割が増大を続けたのに対し、税収がこれにおよばなかったため財政赤字が増大するようになり、その金融のための外部資金需要が増大した。連邦政府の財政支出は、60年代後半に「偉大な社会」政策とベトナム戦争を同時に行うという政策がとられたため急速に増大し、対G N P比でも、65年の18%から75年の23%に達した。その内訳では、軍事支出は相対的に低下した代わりに福祉関連支出が増大した。それに対し財政収入は伸び悩み、75年にはG N Pの18%と財政支出のその値を5%下回った。この原因は、社会保障税の増収分を個人所得税と間接税の低迷分が相殺したためであった。このため財政収支は、68年、71~72年および75~76年には赤字となり、この不足分は国債発行によって調達された。このような点からみて、政府は企業の雇用力が低下するにともなって労働者の体制内化を維持するための福祉支出によってそれを代行する必



要が増大したが、税収によってだけではこの必要を満たすことができず、金融市場に対する依存を深めたといえよう。最後に、戦後第一期には政府資本輸出を通じて資本蓄積を促進した海外部門は、政府資本輸出の相対的縮小とともにその役割を変化させ、アメリカに対する資本供給を行う徴候さえみせるようになった。この時期には、海外との資本移動が活発化したが、その結果をネットで見ると69年および71~72年に純貯蓄流入が発生しており、資本流出人は一方的な資本流出から資本流入への過渡期の様相を呈していた。しかし資本流出入の内容に立ち入ってみると、直接投資以外の民間資本輸出入が重要性を増している。このことは、海外部門がアメリカの資本蓄積を促進するための政府資本輸出の対象から民間資本取引の場に変貌したことを示唆している。以上みたように、この時期には戦後第一期に頂点に達した政府の役割は相対的に後退し、それに代わって金融市場が重要な役割を果たすようになった。

#### IV.1976~80年代（戦後第三期）

戦後第一期における資本蓄積の実体面における条件は、この時期には一般的にはほぼ消失した。第一に、基幹部門における寡占的な企業の市場支配力は、産業構造の変化に伴う基幹部門の衰退と競争力の低下によって著しく低下した。産業構造の変化はこの時期にも進展し、重化学工業に代わってサービスおよび金融業の占める地位が増大した。このような変化は、より労働集約的な部門を増加させたため労働生産性の上昇率を低下させた。例えば時間当り産出量の増加率は、48年から65年までは年平均3.3%増加したが、この値は、66年から75年には1.7%に、76年から87年には1.3%まで低下した。また、80年を100として算出した76年から87年までの1人当り産出量の指数を国際比較してみると、アメリカは35.3ポイント指数を増加させたのに対し、日本、カナダ、および欧州諸国を含む11カ国の産業化された諸国の加重平均値は52.1ポイントも増加していた。このため、寡占部門の企業は、産業構造の変化による地位の低下に加えて、諸外国の企業による輸出および参入によって競争が激化したため、その市場支配力を失うようになった。第二に、財政金融政策の有効性およびその裁量の余地は大幅に縮小し、少なくとも国内景気調整による完全雇用の達成を唯一の目標として資本蓄積を補足する機構として運用されることは困難となった。

##### (1)企業部門

##### 企業部門の資本蓄積

この時期にはその収益力を悪化させ、現実資本の蓄積のペースを相対的に低下させるとともに金融的増殖の機会を追求するようになった。企業は、資金調達面では自己金融傾向を弱体化させ、株式による資金調達に代わって借入れによる資金調達を活発化させたためその資金需要はやや増大したが、他方資金運用面では生産的な投資に代わって金融資産の取得を活発化させたため、企業貯蓄は総体としては安定して推移した。企業部門の収益力は70年代後半以降著しい回復はみせておらず、歴史的にみても低水準で推移した。このような企業部門の収益力悪化の原因は、実体面においてはすでにみた資本蓄積機構をめぐる条件の変化にともなう諸要因に求められるが、この点に加えて金融面における後にみる資本コストの上昇も重要な要因である。企業の資金調達コストをその主内容である金利負



担でみると、金利水準は 81 年をピークとして歴史的な高金利状態に達したため、これにともなう資金調達コストが上昇した。もっとも、企業の資金調達コストは、株式発行にともなうコストと負債コストから構成されており、ある推計によれば、79 年から 86 年にかけて前者の大きな変化がなかったのに対し、後者は金利上昇とともに上昇する傾向があった。これは、一方では 70 年代における株式リスク・プレミアムが減少したことおよびキャピタル・ゲイン課税の影響であるとされているが、他方ではこの時期における株式発行が低調であったことが負債による資金調達コストを上昇させたことを反映していた。この結果、税引後実質コストはほぼ上昇する傾向を示すようになっている。

資金調達において企業は戦後第二期に徴候がみられた自己金融傾向の弱体化を進めるとともに外部資金調達を増加させた。企業の資金調達に占める内部資金の比率は低下する傾向を示しているのに対し、外部資金調達は増大する傾向がある。しかも、内部資金の内訳に立ち入ってみると、内部留保の比率が低下しているのに対し、減価償却の比率はむしろ増大しており、企業が内部に資金を蓄積する傾向を弱めたことをうかがわせる。また、外部資金の内訳では短期借入れおよび社債等の債務手段による調達が増加しており、株式による調達はむしろ減少している。とりわけ短期借入れや CP および BA による短期借入れの増大は、70 年代後半以降の短期金融市場の発展に照応したこの時期の企業金融の特徴である。このような企業金融の特徴は、戦後第一期にみられた企業の資金調達に占める外部資金の役割が著しく変貌したことを意味していた。すでにみたように、戦後第一期には外部資金は株式発行を基礎とした社債発行を通じて景気循環の一局面において企業に低コストの資金を供給することによって資本蓄積を加速する役割を果たした。しかしこの時期には、企業はいわば慢性的に高コストの外部資金に依存するようになるとともに、外部資金のうちでも比較的成本が安い債務手段による資金調達がその主要な手段となった。このため、企業による外部資金の利用は増大したが、債務手段による外部資金の利用はむしろ企業財務を悪化させ、次回の資金調達を困難にする性格をもっていた。この原因としては、企業にとっては、構造的に上昇した資本コストを負担するためには、その回収に長期間が必要であるうえその予想収益率も不確定性が増大しつつある設備投資より確実かつ短期に負債を返済しうる金融的な投資方法が選択されたこと換言すれば、現実資本の予想投資収益率と比較しての金利水準に代表される限界的な資本コストが高すぎたという貯蓄の不足に由来する困難が指摘しうる。つまりこの時期の外部資金は、企業の資本蓄積を促進する役割を低下させたといえよう。そこで、企業の外部資金調達を規定した要因を考えると、第一に、短期債務が増大した原因は、企業がインフレの激化にともなう支出の増大を金融するための資金を高金利の社債市場や株価が低迷している株式市場に求められなかったため、一時的に短期金融市場で調達したためだとされている。このことは企業が金融逼迫に対する短期的な対応として短期資金の調達を行ったことを示していた。第二に、このような短期債務は一時的な資金として調達されたとはいえ、長短金利が逆転する金融逼迫期に高金利で調達されたため、金利低下局面では社債発行によって長期債務に振り替えられる場合が多かった。このため、短期債務は結果的に企業の長期債務を増大させる原因ともなった。第三に、このように短期債務が社債によって返済された背景には、企業にとっての国内株式発行市場の役割が低下していたことが指摘しうる。この原因は、この時期には企業の予想収益率が低下したのに対し、株式発行による資本コストは上昇を

続けたことであつたが、このため企業はより資本コストの安い資金を求めて、社債発行および海外証券発行に向かうようになった。最後に、この時期における株式流通市場の膨張と不安定化は、金融的な動機に基づく活動を増大させた。この典型は、80年代に増大した企業合併および買収とそれに対する対策としての株式買い戻しであり、債務発行によって調達した資金による株式取得や大量の株式買い戻しが行われた。このような諸点からみて企業の債務依存の増大は、株式発行市場の役割低下の反面であり、資本コストの上昇と株式流通市場の膨張と不安定化という条件の下での企業の資金調達行動の変化を反映しているといえよう。

表Ⅷ. 企業の資金調達および運用構成の推移 (単位: 億ドル、%)

	調達					運用				
	合計額	内部	外部	内部	外部	合計額	資本支出	金融資産	資本支出	金融資産
1976年	211	134.2	76.8	63.6%	36.4%	201.8	148.3	53.5	73.5%	26.5%
1977年	254.1	157.4	96.7	61.9%	38.1%	237.6	175.1	62.5	73.7%	26.3%
1978年	317.5	175.7	141.8	55.3%	44.7%	293.7	201.7	92	68.7%	31.3%
1979年	345.2	188.8	156.4	54.7%	45.3%	343.7	219.5	124.2	63.9%	36.1%
1980年	337.6	189.5	148.1	56.1%	43.9%	317.7	221.2	96.5	69.6%	30.4%
1981年	371.6	230.4	141.2	62.0%	38.0%	334.6	271.2	63.4	81.1%	18.9%
1982年	312.8	234.3	78.5	74.9%	25.1%	253.8	229.6	24.2	90.5%	9.5%
1983年	416.8	280.5	136.3	67.3%	32.7%	369.6	256.3	113.3	69.3%	30.7%
1984年	487.4	334.8	152.6	68.7%	31.3%	444	367.8	76.2	82.8%	17.2%
1985年	457.3	352.3	105	77.0%	23.0%	422.9	339.9	83	80.4%	19.6%
1986年	510.7	344.9	165.8	67.5%	32.5%	448.2	328.8	119.4	73.4%	26.6%
1987年	486.3	352.6	133.7	72.5%	27.5%	453.9	348.3	105.6	76.7%	23.3%
1988年	508	372.5	135.5	73.3%	26.7%	473.4	380.4	93	80.4%	19.6%

(出所) E. R. P.

## 企業部門の資金運用

戦後第二期に徴候がみられた企業による資金運用が活発化した。これは、基本的には企業が外部資金依存を増大させた結果、資金調達コストが上昇したため、そのコスト負担を金融的な資金運用を積極化することによって軽減する必要に迫られたためである。もっとも、80年代に入るとレーガン政権のもとで政策的な投資促進税制が導入されるため、このトレンドは政策的にかなりの影響を受ける。次ぎに、企業による金融資産投資を企業による資金運用の効率化の具体例として、企業による金融資産保有残高のうち流動資産はその25%以下に過ぎず、残りの大部分は企業金融および海外投資残高等を含むその他の資産から構成されている。企業による金融資産取得の大部分は短期資産であるが、その内訳は要求払い預金および現金の比率が低下し、それに代わって定期預金およびCPの取得が増大しており、その金額は85年には短期資産取得の半分に達しているとされている。また企業は企業年金を労働コスト節約のための重要な源泉とみなすようになり、その運用を積極化するようになったことも企業による資金運用効率化の具体例として指摘しうる。

## (2)家計部門

戦後第三期には、戦後第二期に動揺を開始した制度的枠組みが解体し、資本蓄積機構は変貌を遂げた。そして貯蓄の形成とその役割は、国内における貯蓄形成の停滞にともなうて、海外の貯蓄が重要な役割を果たすようになった。

## 家計貯蓄の形成

労働者の体制内化のトレンドが弱体化したことを背景として、その貯蓄形成を低下させたが、高所得層を心として資産管理の効率化が進行したため貯蓄の機関化が進展した。この結果家計部門は、貯蓄率の低下に象徴される貯蓄不足問題を表面化させた。家計所得は、失業の増大、賃金の停滞およびインフレ等の要因によってこの時期には増加率が低下した。

## 家計貯蓄の運用

資産管理の効率化が進行しており、このことを反映して戦後第二期に停滞した貯蓄の機関化が再び進行するようになった。この時期には戦後第二期と比較して、家計金融資産に占める株式のシェア低下、非銀行金融仲介機関のシェアの増大、貯蓄性預金および大口預金のシェア増大が特徴である。まず、株式のシェアは73年から74年の株価下落をきっかけとして3割から2割弱へと大幅に低下した。それに対し、貯蓄性預金および大口預金のシェアは大口預金へ重点を移しつつ維持された。このため、株式の減少分は、非銀行金融仲介機関の増加分によって埋められるようになり、貯蓄の機関化が進んだ。非銀行金融仲介機関の内訳に立ち入ってみると、企業年金およびMMMFを含む投資会社がシェアを急増させているのに対し、生命保険会社はシェアを低下させている。このような金融仲介機関の消長については、一般的に言えば、戦後第一期における貯蓄の機関化が零細貯蓄者層の広範な形成を背景としていたのに対し、この時期の貯蓄の機関化は、高所得層を中心とする資産管理の活発化を背景としており、このような歴史的規定性が金融仲介機関の消長に反映されているといえよう。

表IX. 家計の金融資産構成の推移 (単位：%)

	決済性 預金	貯蓄性 預金	大口預 金	国 債	地方 債	モーゲ ージ	投資会 社・株式	株式	生命保険 準備金	年金積 立金	その 他	計
1976年	4.6	21	0.9	3.4	1.8	1.6	1.1	17.8	4.4	11.7	31.7	100
1977年	4.7	21.5	1.1	3.4	1.6	1.7	1	15.4	4.3	12.2	33.1	100
1978年	4.7	20.5	1.6	3.6	1.5	1.7	1	13.7	4	12.5	35.2	100
1979年	4.5	18.8	1.6	4	1.4	1.8	1.5	14.6	3.7	12.6	35.5	100
1980年	4.1	17.4	2	3.8	1.3	1.8	1.8	17.1	3.3	12.6	34.8	100
1981年	4.2	16.8	2.1	4.1	1.4	1.9	2.9	15.1	3.2	13.1	35.2	100
1982年	4.1	17.5	1.6	4.5	1.6	1.9	3.4	15.5	3.1	14.1	32.7	100
1983年	4.2	18.4	1.3	4.8	2	1.8	3.1	15.9	2.9	14.8	30.8	100
1984年	4.1	18.9	2	5.5	2.2	1.7	3.6	14.8	2.8	15.4	29	100
1985年	4.1	18.5	1.7	5.6	2.4	1.5	4.2	17	2.6	15.7	26.7	100
1986年	4.7	18.1	1.4	5.1	2.2	1.4	5.8	17.1	2.5	16.2	25.5	100
1987年	4.1	17.5	1.3	5.7	2.2	1.5	6	14.8	2.6	19.3	25	100
1988年	3.8	17.2	1.6	6.4	2.6	1.5	5.8	14.5	2.6	19.9	24.1	100
1989年	3.6	16.1	1.6	6.7	2.5	1.6	6.2	15.5	2.5	20.7	23	100

※ 個人信託および非営利機関を含む主要金融資産の比率。投資会社株式はMMMFを含む。社債外債はその他に含まれる。

(出所) F. F. A.

## (3)政府

企業および政府共に外部資金需要を増大させたが、とりわけ政府の資金需要が増大した。このため政府貯蓄はマイナスとなり、この部分は海外部門の貯蓄流入によって賄われるようになる。財政支出は戦後第二期に増大に転じていたが、この時期にはこの傾向が強まり財政支出は対 GNP 比で見ても高水準となった政府の資金需要は著しく増大し、この時期

おける貯蓄不足を促進する最大の原因となった。政府は、この時期には財政支出によって直接に労働者の体制内化および国際秩序の維持費用を負担する必要が増大したが、それと比較して減税等にもより税収は伸び悩んだため財政赤字が慢性化するようになった。政府は、この財政赤字を主として国債によって調達したため、政府の資金需要は金融市場の金利を上昇させ、海外の貯蓄を吸収する主因となった。政府の財政赤字は75年から増大に転じ、80年代に入るとその増大のペースをますます早めるようになりこの趨勢は87年まで続いた。このような各部門資金需給関係の変化の結果、国内資金需要と比較して国内貯蓄が相対的に不足したため、戦後第二期に変化の徴候をみせていた国際資本移動の方向は逆転し、海外部門からの資金供給が増大した。このため、アメリカは対外債権と比較して対外債務が累積するようになり、85年には1919年以来に純債務国に転落した。財政支出の内容を見てみると、軍事支出と比較して個人向けの移転支出等の福祉関連支出が増大する傾向が強く、後者は議会による政策的な抑制が効きにくい性格をもっていた。このためこのような財政支出の増大と減税等による税収の相対的低迷によって、この時期に表面化した財政赤字は構造的な性格を帯びており、財政政策の運用の余地を制約していった。しかも、資本蓄積の補足という点からみると、前者は産業連関効果が大きかったため、財政支出の増大は資本蓄積を促進する効果を重化学工業部門にはもたらさなかった。次に、金融政策は、国内におけるインフレ対策およびドルの通貨価値防衛のためには引締め基調で運用される必要があったが、国内金利の高騰は企業の資本コストを上昇させ、資本蓄積を抑制するため景気対策の観点からみると緩和される必要があった。しかもその運用の余地はきわめて限られており、一方では金融引締めが行き過ぎた場合には、いわゆるオーバー・キルとなり経済は悪化するおそれがあったし、他方では金融緩和が行き過ぎた場合には急速な資金流出をまねく恐れがあった。このような金融政策の裁量の余地が縮小した最大の原因は、後にみるように、国内貯蓄形成の停滞にともなって海外貯蓄によって国内資金需要が金融されるというこの時期における貯蓄の役割の変化に求められる。第三に、戦後第二期に表面化した労働力および生産手段の供給面のネックはますます強化された。まず労働力需給は統計的にみると、資本蓄積の停滞によって緩和したが、より立ち入ってみると、潜在的な失業の増大および労働者規律の緩和が指摘されるようになり、企業に対する労働力供給は円滑さを低下させた。例えば、80年代に入って失業率が低下したにもかかわらず賃金水準があまり上昇しないことは、非自発的パートタイム労働者の増大、低賃金労働者の増大および臨時雇用の増大等によって潜在的な労働力供給源が拡大していることを示しており、この背景にはベビーブーマーの参入、女性労働力の増大およびヒスパニック労働者増大および高学歴化等の要因が指摘されている。また、労働者の規律の緩和については、完全雇用政策および社会福祉制度の拡充によって失業の脅威が減少したことがその原因として指摘されているが、このような諸制度は、雇用者にとっての労働者当りの非賃金コストを増大させる要因ともなっている。次に、生産手段の需給逼迫は、企業にとっての原料コストを上昇させその競争力を低下させた。生産者価格指数は76年から87年までの間に名目で約43%増大し、企業のコストを上昇させたが、これを加工段階別にみると、最大の上昇を示したのは原料であり、とりわけエネルギー財であった。これは主として輸入量の多い原油価格の動向、とりわけ第二次オイル・ショックを反映したものであったが、エネルギー価格はそれ以降も大幅な変動を続けるようになった。このことは

アメリカの軍事的かつ政治的な支配力が低下しつつあることを象徴的に示していた。また、為替の変動も企業の競争力に影響する重要な要因であり、とりわけ 80 年から 85 年におけるドル高は、アメリカの国際競争力を低下させたとされている。

## 最後に

日本は第二次大戦により大きな被害を受け、日本経済もまた同じ様に被害を受けた。しかし、国民の努力と米国からの援助を受け、驚異的な回復を遂げた。この経済復興の過程には企業の強い資金需要を満たさなければならなかったのだが、戦後の企業には自己資金はなく、資本市場から資金を調達する力も無かった。そこで、政府主導の下、銀行からの貸付を増加させることによって、この企業による資金需要に対応してきたのである。そして、この結果、企業による銀行借入が多いという日本企業の特徴となったのである。また、企業の体力が強化されるにつれ企業の資金調達に占める銀行借入の割合は減り、社債や株式がこれに変わるようになる。

企業の資金需要に対し、銀行は非常に大きな役割を果たしたのであるが、銀行の貸出資金の原資となった家計貯蓄も忘れてはならない。日本の貯蓄率は他国に比べても高く、この家計部門の資金余剰が日本経済の復興と成長に大きな役割を果たしたのであった。また、貯蓄の運用先は、高度経済成長の時期には要求払預金、民間定期預金の割合が大きかったのであるが、近年ではそれらの割合が減り、信託や保険が増加し、貯蓄の機関化が見られる。

政府は日本の経済の発展に大きな役割を果たしたが、70 年代以降国債の大量発行による財政赤字が増加している傾向を示す。

日本とは反対に、米国は第二次大戦で経済は大きな利益を受けた。当時の米国は、第一に、第二次大戦により諸外国の競争力が低下していた。第二に、政府による軍需および対外資本支出が膨大な需要をもたらした。第三に、米国国内市場への外国企業による参入が困難であったこと。最後に、豊富な貯蓄形成を背景とした金融市場の低金利は、企業の外部資金コストを低下させることによるメリットを受けた。という理由から、内部資金・外部資金共に柔軟に活用することができた。また、この結果として企業は資本市場からの資金調達を可能とし、資本市場は拡大されたのである。そして、これは日本企業にくらべて銀行借入が少なく資本市場からの調達が多いという米国企業の特徴となっているのである。

米国でも貯蓄の果たした役割は米国の経済成長にとって非常に大きかったのであるが、貯蓄の運用に関しては日本とは異なる構成を見せる。まず、株式への運用が日本に比べて大きいことである。これは米国企業が銀行借入ではなく資本市場からの調達が多かったことに対応して見せた構成であると考えられる。また、貯蓄の機関化が日本に比べて早い時期に起こっていた。これは、第一に、戦後に増加した零細貯蓄者層が流動性・安定性・確実性、そして政府による優遇措置を持つ資金運用先を選考したこと。第二に、高齢化、インフレへの傾向を見せつつあったことに対応したものであると考えられる。第三に、労働者をめぐる諸制度の整備も貯蓄形成を促進した。社会福祉制度の発展は、企業年金を代表とした労働者の貯蓄形成に対し優遇措置を与えることとなった。貯蓄の機関化は戦後第二期に一次中断されることとなるが、戦後第三期にはまた現われる事となる。しかし、戦後第

三期の貯蓄の機関化は高所得者層を中心としたものであった。

政府の財政・金融活動は戦時中・戦後の米国経済発展に大きな役割を果たした。しかし、戦後第二期頃から従来の資本蓄積メカニズムが効率良く働かなくなった。そして、社会福祉等の新たな問題に対しての財政支出が避けられなくなり、税収が伸び悩む中、財政赤字は増加の傾向を示した。

日本、米国の企業は戦後の資金調達に大きな違いが見られるが、その違いは徐々にではあるが消えつつあると思われる。これは、経済が国際化する中で企業が国家の垣根を越えて資本を調達するには良い結果を生み出すであろう。特に日本では資本市場が他の国に比べて利用しにくい環境にあるのでこれを改善させることは急務である。

家計の貯蓄に関しては、両国とも時期の違いこそあれ、貯蓄の機関化が進んでいる。日本の銀行預金と米国の株式への運用に見られる貯蓄構成の違いは、先ほどにも述べた経済の国際化が進むにしたがって各国の貯蓄選好も均質化していくのではないだろうか。

政府の役割は両国とも非常に大きくなる傾向を示し、それに伴い財政が非常に圧迫されることとなる。国債の発行により財政運営をする傾向は、今ですら多くの人間が危惧しているが、いつ本格的に取り組むこととなるのであろう。

現在、日本の金融システムに大きな変革が生じている。戦後日本の経済成長を支えた都市銀行を代表とする商業銀行はバブル崩壊以後の不良債権の蓄積による体力の低下、さらに金融国際化による競争の激化に耐えることが難しいという状況にある。その中にあり、各銀行は生き残りの策として事業の選択と集中の状況にある。ある銀行は合併を行い国際銀行を目指し、また地域に密着した大規模地方銀行への道を選ぶ銀行もある、また日本では数少ない投資銀行もこれから徐々に現われるであろう。こうした中で以前の日本を支えた銀行は姿を変えつつある。

今、日本では金融界のみならず、終身雇用、年功序列型の経済システムの再編が進み、日本経済システムを国際的なシステムに対応させざるを得ない状況にある。このシステムの国際化に関しての是非はあるが、今現在この潮流を変えられない以上、この国際的なシステムの下で日本が最高の経済活動ができるようにしていかなければならないと思う。

## 参考文献

- 日本経済の資金循環(1993) 石田定夫 東洋経済新報社  
ウォール街のランダム・ウォーク(1993) Burton G Malkiel/井出正介訳  
現代アメリカ資本市場論 (H4) 北條裕雄 同文館  
世界の貯蓄金融機関 相沢幸悦・平川本雄編著 日本評論社  
現代資本市場の分析 国村道雄著 東洋経済新報社  
通貨及び金融の調整に関する報告書 平成 11 年.12 月.日本銀行  
日本の家計の金融資産選択行動 中山忍・片桐智子  
資本効率をめぐる問題について 前田栄治・吉田孝太郎 日本銀行  
M&A のすべて 西野武彦 PHP 研究所  
資金循環の日米比較 1998 日本銀行  
Family Finances in the U.S.: Recent Evidence from the Survey of Consumer Finances (Federal Reserve Bulletin January 1997)